



## 塑料餐具优质制造商，生物降解制品前景广阔

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 伴随海外暑期旺季到来，国内疫情转好，餐饮业消费修复，公司生产的塑料制品国内外需求旺盛，2022年1-5月塑料餐具出口累计增速近30%，预计全年仍能保持较强态势；2) 欧美及中国环保政策趋严，可降解塑料对传统塑料制品有较大的取代空间，根据我们测算，2025年国内购物塑料袋、外卖塑料包装、塑料吸管合计市场空间有望达到53万吨；3) 公司产业链较长，产品品类多，公司凭借产品力与宜家、蜜雪冰城等大型餐饮、商超客户形成较强合作粘性，有望在可降解制品渗透率提升过程中，在大客户获得更高市场份额。
- **伴随海外暑期旺季到来，餐饮业消费修复，塑料制品出口需求边际改善。** 2022年以来，中国出口的塑料制餐具及厨房用具金额在高基数背景下依然增长快速，2022年3-5月单月同比增速均达到30%以上，对比2019年累计增速11.6%、2020年累计增速5.9%，增幅明显提升。公司客户主要为大型商超及餐饮企业，主要产品包括刀叉勺、杯碗盘、吸管等，产品属性偏刚需。随着海外疫情管控逐渐放开以及暑期旺季到来，国内疫情好转，餐饮业有望迎来较强复苏，拉动餐饮具需求快速增长。
- **海内外限塑政策趋严，可降解塑料制品空间充分。** 近年来，国际上多个国家出台了限制传统塑料制品使用的政策，政策推动下可降解塑料需求量加速增长。海外来看，2019年全球生物降解塑料需求量达到46.1万吨，同比增长28.1%，增长加速，主要由于2019年欧洲开启最严厉限塑令进程，拉动可降解塑料市场需求快速增长。国内来看，可降解材料对传统塑料制品的替代程度依然较低，根据艾瑞咨询数据，国内可降解塑料制品对传统塑料制品替代率不足1%。根据测算，预计2025年可降解购物塑料袋、可降解外卖塑料包装、可降解塑料吸管三个品类国内合计市场规模有望达到53万吨。
- **公司产业链较长，下游客户优质，客户粘性高。** 1) 公司国内外客户均为头部知名商超及餐饮公司，进入壁垒较高，客户粘性强，采购规模大，供应比例仍有提升空间；2) 公司覆盖材料改性、产品制造与模具制造环节，产业链较长，自动化水平高，规模优势明显，推新品速度快，2021年新品收入占总收入68%以上，在保持较快推新速度的同时控制成本稳定；3) 传统塑料制品转产为可降解产品成本较低，转化速度快，可降解产能储备充分，可有效应对国内外限塑政策变化。随着下游客户需求逐渐向可降解制品转化，公司有望凭借强大客户基础获得可降解制品订单。
- **盈利预测与估值:** 预计2022-2024年公司EPS分别为1.04元、1.47元、1.90元，归母净利润复合增速47.5%，对应PE分别为25、18、14倍，考虑到公司客户壁垒较高，可降解塑料需求前景广阔，考虑到公司客户壁垒较高，生产效率优于同业，给予2023年25倍估值，目标价36.75元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险；可降解塑料产品渗透率增长不及预期的风险；原材料成本大幅波动的风险；国内外疫情反复的风险，产能释放不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1234.35	1829.05	2392.30	2982.75
增长率	20.28%	48.18%	30.79%	24.68%
归属母公司净利润(百万元)	71.20	124.25	176.54	228.53
增长率	-37.73%	74.51%	42.09%	29.44%
每股收益EPS(元)	0.59	1.04	1.47	1.90
净资产收益率ROE	5.24%	8.56%	10.89%	12.33%
PE	44	25	18	14
PB	2.29	2.09	1.87	1.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

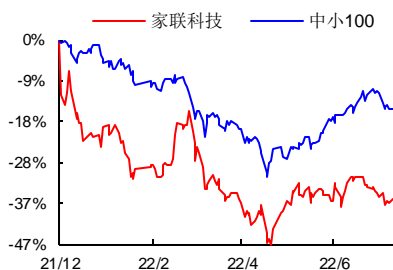
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 赵兰亭

电话: 023-67511807

邮箱: zhl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.20
流通A股(亿股)	0.28
52周内股价区间(元)	21.79-40.79
总市值(亿元)	31.03
总资产(亿元)	12.03
每股净资产(元)	5.64

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：塑料制品供应商，下游客户优质 .....</b>	<b>1</b>
1.1 深耕塑料制品行业多年，客户及研发积累深厚.....	1
1.2 海外需求景气，规模稳步扩张.....	2
<b>2 行业：塑料餐饮具出口需求旺盛，可降解制品空间充足.....</b>	<b>6</b>
2.1 塑料制品：海外需求增长提速，中国为全球最大出口国.....	6
2.2 可降解塑料：全球各国限塑政策逐渐落地，可降解塑料空间打开 .....	7
<b>3 公司分析：客户粘性高，生产效率领先 .....</b>	<b>10</b>
3.1 海外商超餐饮逐步复苏，核心客户需求放量 .....	10
3.2 具备 PLA 改性及模具制造技术，新品开发能力强.....	11
3.3 产能储备充足，可降解与传统制品产能可快速切换.....	15
<b>4 盈利预测与估值.....</b>	<b>17</b>
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>18</b>

## 图 目 录

图 1: 公司合作主要客户 .....	1
图 2: 公司生物可降解产品示意图 .....	1
图 3: 公司发展历程 .....	2
图 4: 公司股权结构图 .....	2
图 5: 2017-2022 年 Q1 公司营业收入 .....	3
图 6: 2017-2022 年 Q1 公司净利润 .....	3
图 7: 2017-2021 公司分产品营业收入 (亿元) .....	3
图 8: 2017-2021 公司分区域营业收入 (亿元) .....	3
图 9: 2017-2022 年 Q1 公司利润率 .....	5
图 10: 2017-2021 年 Q1 公司分产品毛利率 .....	5
图 11: 2017-2022 年 Q1 公司各项费用率 .....	6
图 12: 2017-2022 年 Q1 公司 ROE 拆分 .....	6
图 13: 2020 年全球各地区塑料材料生产分布情况 .....	6
图 14: 我国塑料制品出口金额统计 .....	6
图 15: 中国塑料制品行业规模以上企业收入 (亿元) .....	7
图 16: 中国塑料制品行业规模以上企业数量 (家) .....	7
图 17: 全球生物降解塑料需求量 .....	8
图 18: 2018 年全球主要区域可降解塑料消耗量占比 .....	8
图 19: 公司注塑及吸塑工艺制品生产流程 .....	12
图 20: 公司产品品类与同行业公司对比 .....	14
图 21: 浙江家得宝主要产品 .....	16

## 表 目 录

表 1: 2017-2020 公司前五大客户销售情况 .....	4
表 2: 单位材料成本变动与相关大宗商品价格趋势 .....	5
表 3: 部分发达国家及地区对传统塑料制品的相关限制政策 .....	7
表 4: 我国对传统塑料制品的相关限制政策 .....	8
表 5: 餐饮商超可降解塑料制品规模测算 .....	9
表 6: 可降解塑料主要种类及产能 .....	9
表 7: PLA 改性流程 .....	9
表 8: 2018-2021H1 历年前十大客户产品去向 .....	10
表 9: 2018-2021H1 历年前十大客户产品去向比例 .....	10
表 10: 公司与其他同业公司客户结构对比 .....	11
表 11: 公司主要客户供应商地位 .....	11
表 12: 公司 PLA 改性及发泡主要核心技术 .....	12
表 13: 同业 PLA 发泡专利技术与公司对比 .....	13
表 14: 公司新产品 SKU 占比及销售占比 .....	13
表 15: 具有代表性的自动化核心技术 .....	14
表 16: 公司生产员工人数 .....	15
表 17: 公司不同品类产能切换条件 .....	15
表 18: 公司产能梳理 .....	15
表 19: 公司募投项目新增产能 .....	16
表 20: 浙江家得宝损益指标 .....	17
表 21: 收入成本拆分 .....	17
表 22: 可比公司估值 .....	18
附表: 财务预测与估值 .....	19

## 1 公司概况：塑料制品供应商，下游客户优质

### 1.1 深耕塑料制品行业多年，客户及研发积累深厚

家联科技是一家从事塑料制品及生物全降解制品的研发、生产与销售的高新技术企业，主要产品包括餐饮具、耐用性家居用品等多种产品，广泛应用于家居、快消、餐饮、航空等领域。公司的主要客户包括亚马逊、宜家、沃尔玛、肯德基、星巴克、山姆会员店、必胜客、好市多等众多国内外知名企业。

公司于 2012 年开始进行生物全降解材料改性及制品生产的研发，通过较长时间的创新、创造性的研究与开发，形成多项生物全降解相关核心技术，并已实现生物全降解制品的顺利规模化生产，从而实现了传统产业与新产业、新技术的深度融合。截至 2021 年末，公司为中国轻工业塑料行业（塑料家居）十强企业，中国轻工业塑料行业（降解塑料）十强企业，中国塑料加工业优秀科技创新企业，国家高新技术企业。

图 1：公司合作主要客户



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 2：公司生物可降解产品示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司发展历程主要分为三个阶段。1) 在成立初期，公司以塑料餐具的外销为主，依靠产品的优良品质，公司很快于海外客户建立了良好的合作关系，使其在创始阶段保持良好开端。2) 随着环保理念的逐渐深入，公司开始研究 PLA 改性材料，并与华东理工大学等科研院所共同参与承担了十二五国家科技支撑计划重大项目子课题“非粮淀粉基生物塑料制造关键技术研究”等重要研究课题。3) 随着全球限塑政策的落地和推进，公司在不断加快产品转型和优化，积极配合海外客户，提高全降解产品的供应比例。

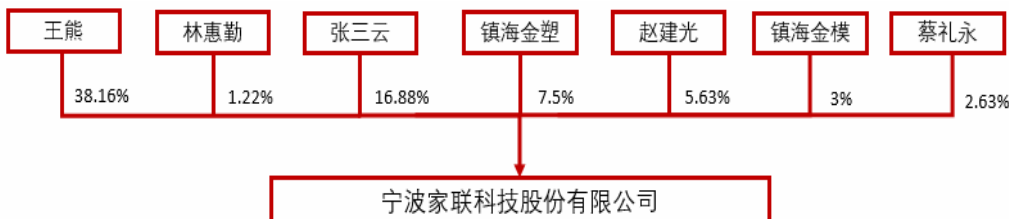
图 3：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**实控人持股比例较为集中。**家联科技于 2009 年 8 月 7 日由自然人王熊、张三云、蔡礼永共同出资设立，公司实际控制人为王熊、林慧勤夫妇，分别直接持有公司 38.16% 和 1.22% 的股份；镇海金塑和镇海金模为员工持股平台，王熊、林慧勤分别通过两个持股平台间接控制 2.78% 和 3.78% 的股份，二人合计直接及间接持有公司股份 45.94%。张三云、赵建光、蔡礼永，IPO 后分别持股 16.88%、5.63%、2.63%。

图 4：公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

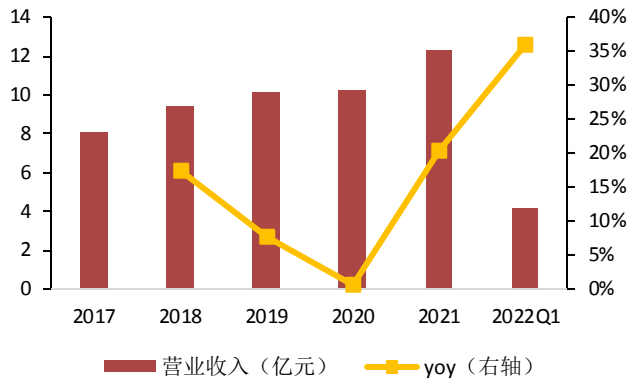
## 1.2 海外需求景气，规模稳步扩张

**收入端稳中求进，22 年 Q1 增长势头良好。**2017-2021 年公司营业收入从 8.1 亿元上涨到 12.3 亿元，CAGR 为 11.2%，增长较为稳定。2021 年，随着全球疫情的不断好转，公司海内外客户拓展顺利，全年营业收入同比增长 20.3%。2022Q1 随着海外需求复苏和海运通畅，客户订单放量，预计二季度随着海外暑期旺季到来、国内疫情好转消费复苏，公司订单有望保持较快增长。

**净利润增速波动较大，主要受到原材料价格影响。**2017-2021 年公司归母净利润波动较大。其中，2018 年净利润处于低位主要由金融衍生品亏损造成，2021 年净利润下降主要系受到主要塑胶原材料 PP、PS 价格上涨且持续处于高位、全球运力紧张等因素的影响。2022

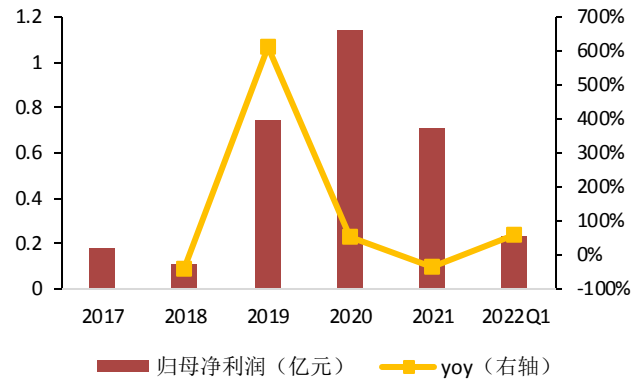
年随着原材料价格回落、塑料餐具外销放量规模效应提升,以及高利润率的生物全降解产品占比提升,公司盈利能力有望明显修复。

图 5: 2017-2022 年 Q1 公司营业收入



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 6: 2017-2022 年 Q1 公司净利润

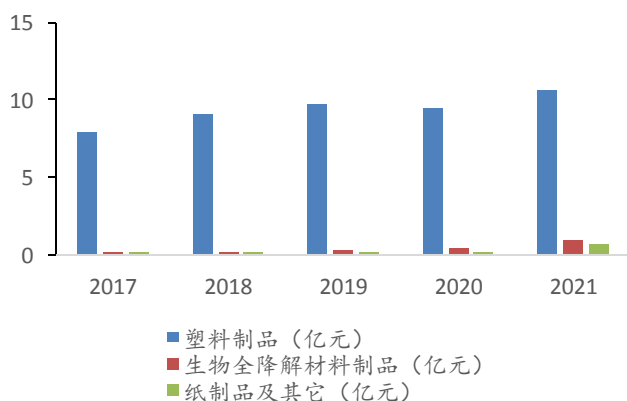


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**塑料制品为主要销售产品, 生物全降解材料制品增长较快。**从产品构成来看, 塑料制品销售占比稳定维持在 90%左右, 为公司最主要的收入来源, 2021 年公司塑料制品收入规模达到 10.7 亿元, 占比 86.4%。生物全降解材料制品收入占比从 2017 年的 0.8%增长至 2021 年的 7.5%, 2021 年可降解材料收入规模达到 9188.9 万元 (+96.7%), 收入贡献逐年递增; 纸制品占比 6.1%。随着塑料制品的环保政策趋严, 可降解塑料市场需求广阔, 公司有望凭借原有塑料制品客户优势, 加快公司在全降解产品领域的布局。

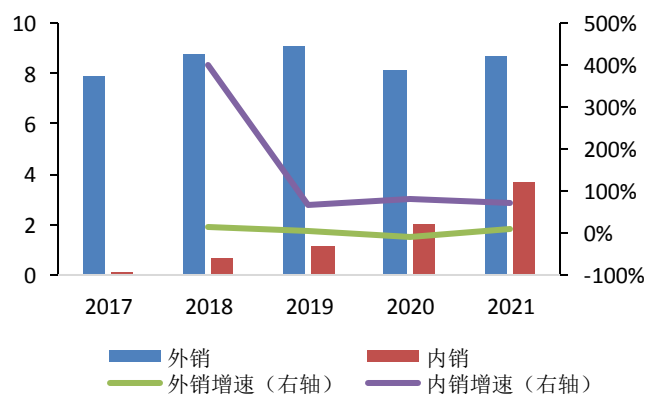
**外销为主要收入来源, 内销占比逐步增加。**从地域分布来看, 公司主营业务收入主要来自外销, 销售区域为北美洲、欧洲和大洋洲。其中出口美国的销售收入占主营业务收入的比重平均超过 50%。同时, 公司积极开拓内销客户, 内销占比从 2018 年的 7.1%上升至 21 年的 29.5%。

图 7: 2017-2021 公司分产品营业收入 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 8: 2017-2021 公司分区域营业收入 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**客户关系稳定, 客户质量优质。**2017-2020 年公司与大客户合作关系稳定, 大客户主要包括世界著名的餐饮具开发制造和分销企业 Dart, 美国多家食品连锁企业在亚太地区的采购商 Team Three, 家居零售商宜家等, 下游客户优质。



海外需求较大，公司营收增加。近年公司积极拓展海内外市场，2017 年以来新拓展的宜家、百胜中国、蜜雪冰城、Sam's Club、盒马鲜生等内、外销客户，营收规模逐步增大，为公司贡献重要收入增长。2017-2020 年，公司前五大客户销售占比逐年降低，分别为 57.1%、50.3%、49.1%和 46.7%，有效降低了被个别重要客户替换所导致的经营风险，提升了公司抗风险能力与持续经营能力。

表 1：2017-2020 公司前五大客户销售情况

时间	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例
2018	Team Three Group LTD	13309.8	14.0%
	Bunzl International Services INC	10207.3	10.8%
	Jarden Home Brands	8806.4	9.3%
	IKEA Supply AG	7706.4	8.1%
	Dart Container Corporation	7648.1	8.1%
	合计	47678.0	50.3%
2019	Team Three Group LTD.	13131.6	12.9%
	IKEA Supply AG	10334.4	10.1%
	Bunzl International Services INC	9051.7	8.9%
	Dart Container Corporation	8827.2	8.7%
	Woolworths Group Limited Food Company HK Procurement Pty Limited	8783.9	8.6%
	合计	50128.8	49.1%
2020	IKEA Supply AG	13939.8	13.6%
	Team Three Group LTD.	11520.8	11.2%
	Dart Container Corporation	7896.0	7.7%
	必胜（上海）食品有限公司	7879.8	7.7%
	The Ocala Group LLC	6671.5	6.5%
	合计	47907.8	46.7%
2021H1	IKEA Supply AG	9561.4	16.5%
	必胜（上海）食品有限公司	5730.8	9.9%
	Team Three Group LTD.	5348.9	9.2%
	郑州宝岛商贸有限公司	5049.4	8.7%
	Jarden Home Brands	3489.5	6.0%
	合计	29180.0	50.4%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司整体毛利率波动受原材料价格波动影响较大，2017-2021 年，公司毛利率从 20.2% 下降 2.2pp 至 18% 其中 2021 年下降 8.1pp，主要系 PP 等大宗原材料价格大幅上涨，以及人民币汇率升值所致。公司主要原材料为 PP、PS 等塑胶原材料，占公司生产成本比例超过 50%，原材料成本与石油价格有较强的相关性。



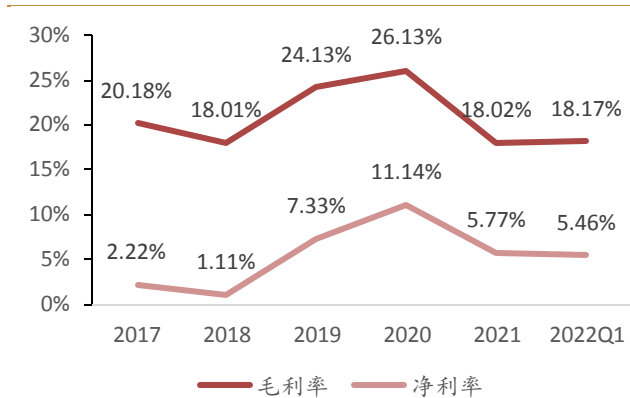
分产品来看，2021 年公司塑料制品/纸制品/生物降解产品毛利率分别为 17.4%/22.6%/21.1%，其中生物降解制品、纸制品毛利率较高，且随着业务规模扩大，公司生产规模优势有望显现。随着公司生物全降解材料制品收入占比提升，毛利率有望持续优化。

**表 2：单位材料成本变动与相关大宗商品价格趋势**

项目	2021H1	2020	2019	2018	2017
PP 大宗商品均价（元/吨）	8589	7489	8332	9348	8548
PP 大宗商品均价变动	14.7%	-10.1%	-10.9%	9.4%	—
公司单位成本变动	5.0%	-5.6%	-9.5%	7.1%	—
公司单位材料成本变动	6.4%	-7.6%	-10.8%	8.4%	—

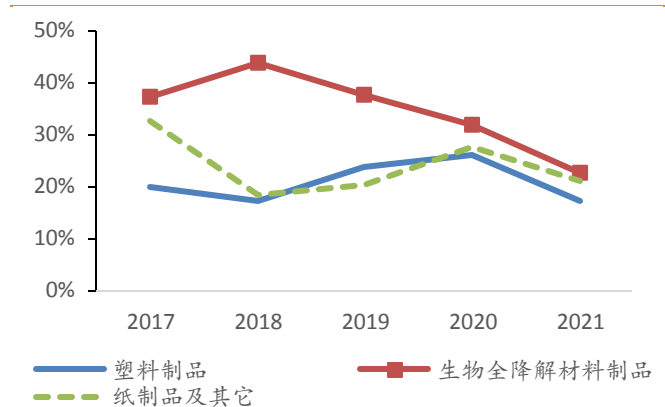
数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 9：2017-2022 年 Q1 公司利润率**



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 10：2017-2021 年 Q1 公司分产品毛利率**

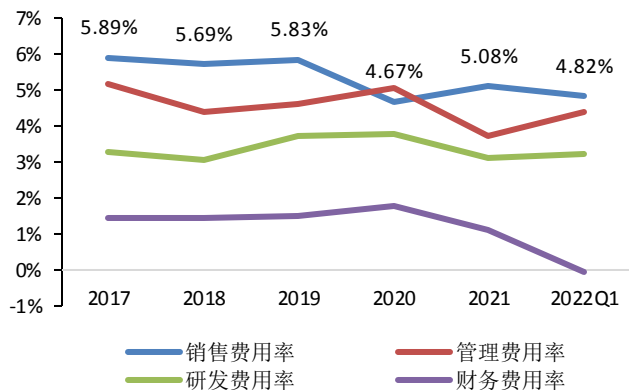


数据来源：招股说明书，西南证券整理

**费用率总体稳定，控费效果良好。**2017 至 2021 年，公司费用率总体有下行趋势，其中销售费用率 5.9%略下降至 5.1pp，公司对营销费用投放策略稳健，随着公司销售规模扩大，销售费用投放效率稳步提升。2021 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.1%/3.7%/3.1%/1.1%。

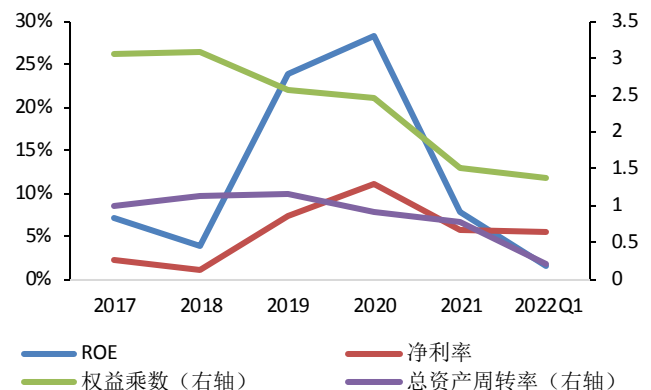
**ROE 短期下滑，主要受盈利能力和资产负债结构的影响。**2018-2020 年，公司 ROE 从 7.2%提升至 28.4%，2021 年 ROE 下降 20.5pp 至 7.8%，主要由于受新股发行影响权益乘数从 2.5 下降至 1.5，以及净利率从 11.1%下降到 5.8%。2021 年公司资产周转率 77%，略有下滑，主要由于新股发行，资产总额增加。随着大宗原材料成本下行，盈利能力改善，及新产能逐渐释放，公司 ROE 有望改善。

图 11：2017-2022 年 Q1 公司各项费用率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 12：2017-2022 年 Q1 公司 ROE 拆分



数据来源：招股说明书，西南证券整理

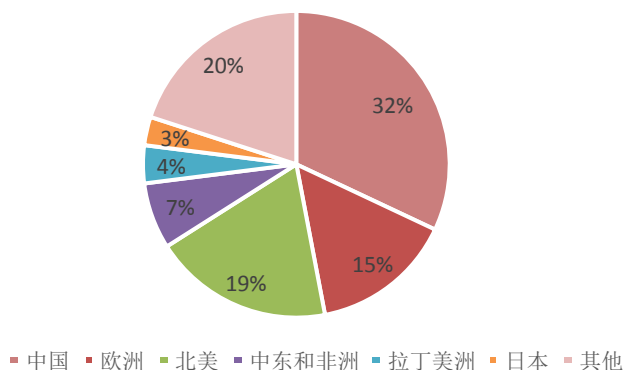
## 2 行业：塑料餐饮具出口需求旺盛，可降解制品空间充足

### 2.1 塑料制品：海外需求增长提速，中国为全球最大出口国

需求端来看，全球塑料市场规模稳步扩大，根据 statista 数据，2021 年全球塑料制品市场规模达到 5930 亿美元，预计 2022-2030 年市场规模以每年 3.7% 的复合增速稳健增长。生产端来看，塑料制品产能在中国占比最高，2020 年全球塑料产量达到 3.7 亿吨，近 10 年来复合增长率达到 3.1%，其中中国占据塑料生产总量的第一位，占比达到全球总产量的 32%，远远高于第二名的北美地区。

2022 年以来，中国出口的塑料制餐具及厨房用具金额增长提速，2022 年 3-5 月单月同比增速均达到 30% 以上，较 2019-2020 年平均增幅明显提升。塑料餐具出口景气主要由于海外疫情管控放松，餐饮等消费伴随暑期旺季到来持续复苏。

图 13：2020 年全球各地区塑料材料生产分布情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 14：我国塑料制品出口金额统计

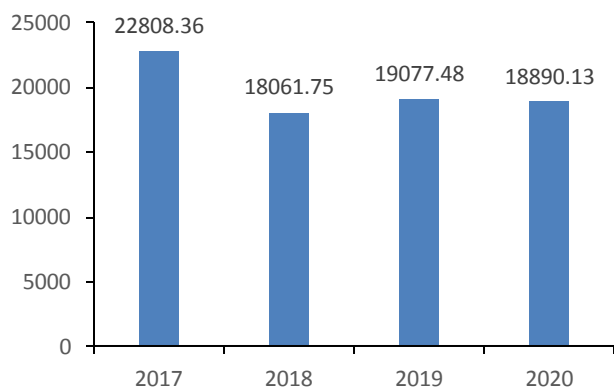


数据来源：招股说明书，西南证券整理

**塑料生产商竞争格局分散。**目前塑料制品行业处于充分竞争的状态，生产厂商众多，行业集中度低，2021 年中国规模以上塑料制品生产企业营收为 18890 亿元，数量约 16600 家，平均收入体量 1.1 亿元。2021 年家联科技传统及全降解塑料制品合计营业收入为 11.6 亿元，收入规模远高于行业平均，规模优势较强。

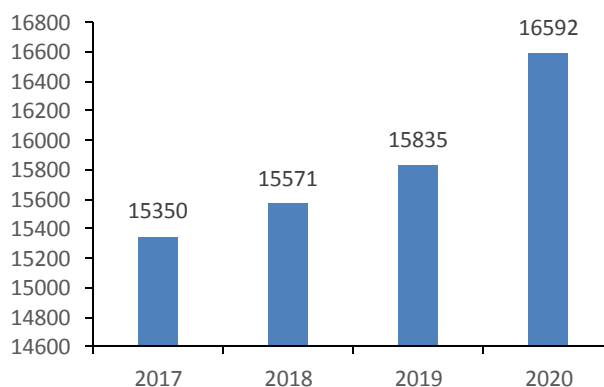
**全生物降解制品行业参与者较少，竞争格局相对优质。**根据公司招股说明书，截至 2022 年 5 月参与生物降解原材料、包装及餐饮具相关国家标准制定的全部企业共 101 家，存续 95 家，其中涉及原材料生产业务的 57 家，涉及膜袋制品生产的 40 家，涉及餐饮具制品生产的 9 家，行业内具有代表性的优质企业较少。

图 15：中国塑料制品行业规模以上企业收入（亿元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 16：中国塑料制品行业规模以上企业数量（家）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 2.2 可降解塑料：全球各国限塑政策逐渐落地，可降解塑料空间打开

**海内外限塑政策趋严，全降解塑料制品空间充分。**近年来，国际上多个国家出台了限制传统塑料制品使用的政策，其中欧盟环保政策最为严格，执行目标明晰；中国大部分省市均提出了到 2025 年塑料制品管理制度基本建立，多元共治体系基本形成，同时替代产品开发应用水平进一步提升，其中部分省市也将这一发展目标提前至 2022 年、2023 年，例如北京市、浙江省；美国限塑政策各州差异较大，执行力度和进展总体滞后于欧洲。

表 3：部分发达国家及地区对传统塑料制品的相关限制政策

国家/地区	发布时间	法律/法规/核心内容	国家/地区
欧盟	2019 年 5 月	2019 年欧盟议会通过了一项关于控制塑料废弃物的法令，自 2021 年起，欧盟将全面禁止成员国使用吸管、餐具和棉花棒等 10 种一次性塑料制品，这些用品将由纸、秸秆或可重复使用的硬塑料替代	欧盟
加拿大	2020 年 4 月	禁用塑料吸管，2021 年元旦起禁用塑料袋	加拿大
华盛顿州	2020 年 1 月	除了禁止使用一次性塑料袋以外，该法案还要求再生纸袋至少含有 40% 的再生材料	华盛顿州
韩国	2019 年 1 月	《关于节约资源及促进资源回收利用法律修正案》，全面禁止一次性塑料袋的使用	韩国

数据来源：招股说明书，艾瑞咨询，西南证券整理

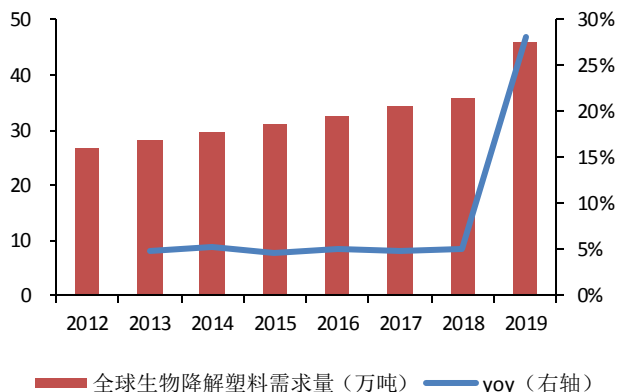
表 4：我国对传统塑料制品的相关限制政策

政策名称	发布时间	核心内容概括	政策名称
《国务院办公厅关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》	2007 年 12 月	在全国范围内禁止生产、销售、使用厚度小于 0.025 毫米的塑料购物袋	《国务院办公厅关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》
《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	2020 年 1 月	有序禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，积极推广替代产品，规范塑料废弃物回收利用。	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》
《禁止、限制生产、销售和使用的塑料制品目录(征求意见稿)》	2020 年 4 月	禁止生产、销售部分塑料制品，限制使用部分塑料制品	《禁止、限制生产、销售和使用的塑料制品目录(征求意见稿)》
《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	2020 年 7 月	加强对零售餐饮等领域禁限塑的监督管理	《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》

数据来源：招股说明书，艾瑞咨询，西南证券整理

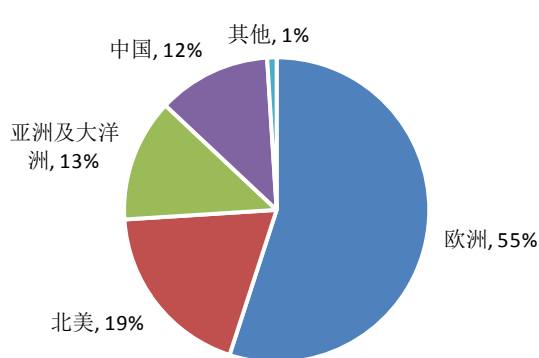
**欧洲为全球最大可降解塑料消费市场。**根据 HIS 数据，2018 年欧洲占据全球可降解塑料消耗量的 55%，北美/亚洲及大洋洲/中国分别占据 19%/13%/12%，在严格的限塑政策下，欧洲为全球最主要的可降解塑料消费市场。2019 年全球生物降解塑料需求量达到 46.1 万吨，同比增长 28.1%，增长加速，主要由于 2019 年欧洲开启最严限塑令进程，拉动可降解塑料市场需求快速增长。

图 17：全球生物降解塑料需求量



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 18：2018 年全球主要区域可降解塑料消耗量占比



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

**政策加持下可降解塑料行业需求扩张，渗透率提升空间较大。**可降解塑料需求量加速增长。但可降解材料对传统塑料制品的替代程度依然较低。根据央视财经数据，2020 年传统购物塑料袋/外卖塑料包装/塑料吸管消费量分别为 400 万吨/50 万吨/3 万吨，根据艾瑞咨询数据，可降解塑料制品对传统塑料制品替代率不足 1%。

假设购物塑料袋、外卖塑料包装、塑料吸管每年分别以 2%/10%/15% 的市场规模增长，可降解塑料制品渗透率以每年 2pp 的速度提升，预计 2025 年三个品类合计市场规模达到 53 万吨。

**表 5：餐饮商超可降解塑料制品规模测算**

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
购物塑料袋年均消费量（万吨）	400	408	416	424	433	442
yoy		2%	2%	2%	2%	2%
外卖塑料包装年均消费量（万吨）	50	55.0	60.5	66.6	73.2	80.5
yoy		10%	10%	10%	10%	10%
塑料吸管（万吨）	3	3.45	4.0	4.6	5.2	6.0
yoy		15%	15%	15%	15%	15%
餐饮商超相关塑料产品消费量合计（万吨）	453.0	466.5	480.6	495.6	511.4	528.2
可降解塑料制品预测渗透率	1%	2%	4%	6%	8%	10%
餐饮商超可降解塑料制品测算规模（万吨）	4.5	9.3	19.2	29.7	40.9	52.8

数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

市场上的生物降解塑料按主要成分划分主要包括聚乳酸（PLA）、己二酸丁二醇酯/对苯二甲酸丁二醇酯共聚物（PBAT）、聚丁二酸丁二醇酯（PBS）和淀粉基（Starch-based）生物降解塑料等。其中 PLA 和 PBAT 生产技术成熟，产量较高，占据主要市场份额。但 PLA 制品本身理化属性的局限性，需要对 PLA 材料进行改性以提升制品的性能。改性主要分为物理改性和化学改性，化学改性主要通过接枝、交联等途径引入各种功能化侧基改变 PLA 主链的化学结构，物理改性主要是通过添加增塑剂、纳米材料等改变 PLA 的机械、光学、热学等性能。

**表 6：可降解塑料主要种类及产能**

名称	生产技术路线	原料供给与生产技术难度	全球产能/在建产能	理化属性
PLA	原料以植物淀粉、纤维素等为主，以微生物发酵产物-乳酸为单体化学合成	原料来源丰富，生产技术难度适中	约 30 万吨/约 130 万吨	耐热性较差（结晶处理前）、硬度好、韧性低、透明度好
PBS/PBAT	原料以石化原料为主，以脂肪族酸、丁二醇为原料化学合成	原料来源丰富，生产技术难度相对简单	约 50 万吨/约 200 万吨	耐热性较好、硬度较差、韧性好、透明度差

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**表 7：PLA 改性流程**

生产环节	操作流程
原料	采用的原料为全生物降解材料，主要有 PLA（聚乳酸）、滑石粉、淀粉（玉米粉或木薯粉）等。
计量	将不同的原料按照配方精确计量，控制加料时间并按特定的添加顺序加入到高混设备中
高混	通过高速混合机将 PLA 聚乳酸、滑石粉、淀粉等原料进行高速混合，增加原料对流扩散和涡流扩散，使不同原料分子扩散的表面积提高，减少扩散距离，达到随机混合的状态
挤出造粒	采用挤出机设备，在 200 摄氏度左右的高温下使混合材料溶解，再通过模头高温高压挤出熔融状态的材料，通过降温快速冷却定型切粒，形成所需要的形状
包装	包装所制成的改性生物全降解材料颗粒。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

### 3 公司分析：客户粘性高，生产效率领先

#### 3.1 海外商超餐饮逐步复苏，核心客户需求放量

海外暑期旺季到来，国内疫情影响缓解，订单有望修复。公司客户主要为大型商超及餐饮企业，主要产品包括刀叉勺、杯碗盘、吸管等，商超客户产品主要应用场景为家居用餐、外出就餐等，餐饮企业类客户向公司定制的餐饮具类产品在堂食或外卖中耗用，产品属性偏刚需。随着海外疫情管控逐渐放开，国内堂食外卖恢复，餐饮业有望迎来较强复苏，拉动餐饮具需求快速增长。从公司客户结构来看，2018-2021H1 公司历年前十大客户销售额占比在 70% 以上，2021H1 大客户中流向餐饮/商超渠道的占比分别约为 55%/45%。

表 8：2018-2021H1 历年前十大客户产品去向

客户	主要客户产品去向
Team Three	餐饮
宜家	商超
Bunzl	餐饮
Dart	商超/餐饮
Woolworths	商超
Jarden	商超
Fasho	餐饮
必胜(上海)食品有限公司	餐饮
Wal-Mart Canada CORP	商超
Amazon	电商
蜜雪冰城	餐饮

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 9：2018-2021H1 历年前十大客户产品去向比例

	2018	2019	2020	2021H1
餐饮	50.7%	50.7%	54.8%	55.3%
商超	49.3%	49.3%	45.2%	44.7%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**下游客户优质，进入壁垒较高，粘性强。**公司国内外客户均为头部知名商超及餐饮公司，在产品性能、外观、包装等多个方面具有个性化需求，对供应商技术水平和研发响应能力要求较高。公司客户壁垒主要体现为：1) 大客户在选择供应商时普遍具有严格的考核标准，不会轻易更换已通过完善、严格筛选后的优质供应商，具有较高的客户粘性；2) 公司产品线丰富，可生产刀叉勺、杯碗盘等餐饮具（一次性/非一次性），家居用品，吸管及膜袋类等生物降解材料产品，产能充足，可为客户提供多品类、一站式、大批量的采购服务；3) 此外，通过与知名客户合作，也能有效地提升公司的品牌知名度和市场美誉度，形成广泛的市场影响力，有助于公司更好地拓展国内外优质客户资源。



表 10：公司与其他同业公司客户结构对比

地区	主要客户
宁波家联科技股份有限公司	IKEA（宜家）、Amazon（亚马逊）、Bunzl（本泽）、USfood（美国食品）、KFC（肯德基）、Pizza Hut（必胜客）、Lollicup（乐立杯）、盒马鲜生、家乐福、鲜丰水果、喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城、古茗茶饮、七分甜、DQ 等。
台州富岭塑胶有限公司	Lollicup（乐立杯）、麦当劳、肯德基、汉堡王、赛百味、温迪及连锁超市沃尔玛等。
吉林恒鑫环保科技有限公司	星巴克、麦当劳、肯德基、德克士等。
常州龙骏天纯环保科技有限公司	康帕斯、爱玛客、沃尔玛、特易购、北大荒、哈尔滨铁路局、吉林润禾、日本大冢、上海五天等
深圳万达杰环保新材料股份有限公司	食品包装领域，公司已拥有包括百胜餐饮、益海嘉里、中粮集团等知名客户。零售领域，拥有沃尔玛、家乐福、华润万家等知名客户。电商领域，拥有京东、顺丰、唯品会等知名客户

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 11：公司主要客户供应商地位

客户	客户概况	供应商地位
Team Three Group	是 USFood（美国第二大食品服务销售企业）、Wendy's（美国第三大的快餐连锁集团）、Essendant（美国领先的商业产品批发商）等在亚太地区的采购商，2019 年营业额超过 6 亿元港币	核心供应商
Dart Container Corporation	是世界著名的餐饮具开发、制造和分销企业。	主要供应商之一
Jarden Home Brands	全球领先的家庭消费产品的生产及销售公司，沃尔玛的供应商。2014 年，Jarden 销售额数十亿美元	主要供应商之一，是 Jarden 的质量免审工厂
IKEA	全球最大的家具家居用品企业	潜在优先级供应商，未来可能成为优先级供应商（全球约 5 家）
Woolworths Group	连锁超市，2019 年营收超过 40 亿美元	核心供应商

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 3.2 具备 PLA 改性及模具制造技术，新品开发能力强

公司覆盖材料改性、产品制造与模具制造环节，产业链较长。对上游生产环节的整合能力使公司对客户需求的响应迅速，新产品设计研发周期短，在保持较快推新速度的同时控制成本稳定。

1) 改性：公司自 2012 年已开始研发生物全降解材料改性、制品生产工艺。改性环节的技术要点在于，公司对生物降解材料不同的应用领域，开发了不同的配方对原材料进行改性以适应不同的产品与工艺要求，并针对原材料结晶速度慢、加工时分子量损耗大等缺点，开发特有的成核剂、扩链剂，在满足产品性能的条件下优化加工工艺，降低成本。此外，不同配方的改性工艺也不尽相同。例如，在高混工艺中，注塑用料和吸管用料的加工时间与加工温度相差非常大，吸管料高混所用的时间约为注塑料的 50%，两者加工温度也相差近 50℃。针对不同配方，发行人优化了加工工艺，并实现了改性车间的无人化生产。



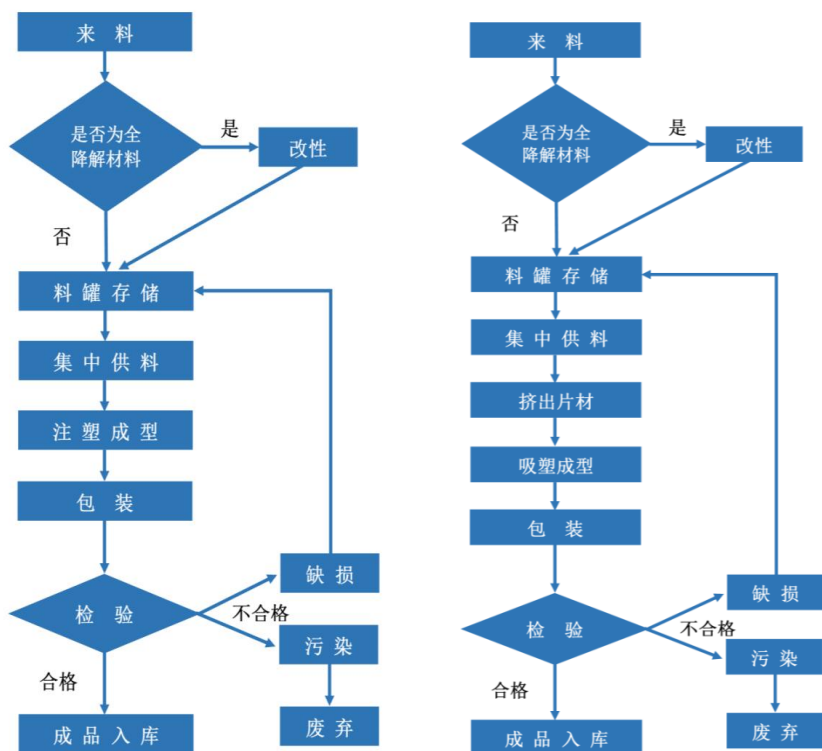
表 12：公司 PLA 改性及发泡主要核心技术

核心技术名称	特点	行业对比	来源
聚乳酸耐热性改良技术	在保证 PLA 生物降解性的前提下解决了耐热性问题，并且降低了生产成本	比目前市场上主流 PLA 的产品耐热临界点高出 25-35℃，并且可在微波炉中使用	自行研发
聚乳酸耐久性改良技术	在保证 PLA 生物降解性的前提下解决了耐久性差的问题	目前市场上可对比的耐久性 PLA 餐饮产品较少，公司 PLA 耐久类餐具产品可经受标准洗碗机清洗 200 次以上。	
聚乳酸发泡技术	在保证 PLA 生物降解性的前提下解决了发泡性差的问题	目前市场上 PLA 发泡产品较少	
聚乳酸韧性和延展性改良技术	在保证 PLA 生物降解性的前提下改善了 PLA 的韧性和延展性	改良后 PLA 材料的弯曲模量由 3400MPa 提高至 4000MPa 以上，断料生长率由 3%提升到 6%。	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**2) 制品：**公司通过将 PLA 粒子制备为改性粒子后，通过加热发泡挤出等环节成型并制成制品。公司聚乳酸发泡专利技术具有相对优越性，a) 采用二氧化碳作为发泡介质，产品相对安全，环保，技术门槛相对较高，可适用于食品包装领域；b) 不在 PLA 发泡工艺中添加不可降解树脂，最终制成的发泡 PLA 及其制品可完全降解，降解性满足主流检测与标准的要求；c) 使用连续式发泡热成形工艺，相比其他间歇式发泡工艺，由于其省略了部分中间的预处理步骤而做到直接连续发泡，因此生产连续性较好、耗时较短，适用于大规模产业化生产。

图 19：公司注塑及吸塑工艺制品生产流程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**表 13：同业 PLA 发泡专利技术与公司对比**

专利名称	申请人	专利内容	与公司相关专利技术对比
一种高倍率聚乳酸发泡片材的制备方法	恒天纤维集团有限公司	一级挤出，各原料的质量份数为：聚乳酸 88~95 份、成核剂 1~2 份、发泡剂 2~5 份、助剂 2~5 份；所述发泡剂为含氟化合物	所添加发泡剂为含氟化合物，其环保性较差；公司相关专利技术使用 <b>二氧化碳</b> 作为发泡剂，对环境更为友好。
一种聚乳酸取向微孔发泡材料及其制备方法	西 华 大 学	将步骤(1)所得产物置于挤出机中制粒，再于 80~90℃真空干燥 8~9h 制得颗粒，然后于 10~15MPa、170~190℃的条件下热压成型；将步骤(2)中所得产物于 80~90℃预热 30~40min，然后拉伸至其拉伸倍率达到 600~1200%为止，冷却至室温；其中，拉伸速率为 25~100mm/min	该专利采用二次热压成型生产工艺，需真空干燥 8~9 小时后再预热 30~40 分钟，其生产周期较长；而公司相关专利技术采取 <b>连续式发泡热成型工艺</b> ，无需长时间等待，可直接对接后续工艺
聚乳酸聚合熔体直接制备聚乳酸发泡制品的方法及装置	恒天纤维集团有限公司	包括：聚乳酸熔体准备、进料和二次挤出处理。本发明的方法不需经过水冷切粒、反复的干燥冷却、升温熔融混炼等过程，避免了对发泡性的影响，既可保证可发泡性能，又可确保品质	该专利技术与发行人技术水平相近

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**3) 模具：**从产品属性来看，不同的商超或餐饮企业客户有着不同的定制化产品需求，SKU 数量多、单款产品的需求量小，对于中高端产品，生产前的草案设计、模具制造、样品试生产环节的精细化要求较高，自行设计制作模具使公司对客户新品需求响应能力提升；从节约成本的角度，公司通过较强的模具设计能力、设备及工艺改进能力，在 SKU 数量大量增加时仍能保证生产效率、产品质量、产品良率。公司所生产销售的 SKU 有上千种，2018-2021 年上市一年以内的新品销售占总收入比例持续提升，随着 SKU 增长公司仍保持了良好的生产效益，侧面证明公司成本管控能力良好，规模效应逐渐显现。

**表 14：公司新产品 SKU 占比及销售占比**

时期	餐饮具（新产品种类/总数）	家居用品（新产品种类/总数）	新产品销售金额（万元）	占营收比
2021 年	1,156/2,038	107/144	39,642.75	68.43%
2020 年	1,186/2,499	94/195	42,841.34	41.74%
2019 年	805/2,570	43/58	19,740.96	19.34%
2018 年	703/2,475	17/33	14,051.10	14.82%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 20：公司产品品类与同行业公司对比

名称	一次性餐饮具 (注塑)	一次性餐饮具 (吸塑)	吸管	淋膜 纸杯	耐用 品	膜袋
宁波家联科技股份有限公司	✓	✓	✓		✓	✓
台州富岭塑胶有限公司	✓					
吉林恒鑫环保科技有限公司	✓	✓	✓	✓		
常州龙骏天纯环保科技有限公司		✓				✓
深圳市虹彩新材料科技有限公司	✓	✓				✓
苏州汉丰新材料股份有限公司						✓
江苏金之虹新材料有限公司	✓	✓				✓
武汉华丽环保科技有限公司		✓				✓
合肥恒鑫环保科技有限公司	✓	✓	✓	✓		

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**自动化生产比例较高，人均创收呈现提升趋势。**在生产自动化建设方面，公司已积累众多自动化及生产流程优化技术，自动化水平及生产效率优于小厂，如注塑产品的自动收集技术、杯子自动包装技术、碗盘系列自动包装技术、全自动改性造粒（生物基全降解材料）生产线、产成品输送、包装自动线与智能化物流储存系统等优化生产过程。从人效来看，公司 2018-2021 年生产人员占比总体下降，人均创收呈现增长趋势。

表 15：具有代表性的自动化核心技术

名称	特点	与传统技术对比情况	来源
注塑产品的自动收集技术	公司研发注塑产品自动收集技术，注塑产品经机械手取出后，经过产品自动断浇口后用接收器自动收集，可实现一人多机操作，提升了生产效率	与人工拨落收集包装工艺相比，公司研发自动收集技术，与注塑冷流道模具自动断胶技术结合以后，单机产量提升 10%，单机用工减少 50%。	自行研发
中央供料系统	公司通过室外大料罐、管道、电子控制系统等实现原料集中储存、管道自动传输，并通过读取储存在计算机内的配方将回料和原料重新配比输送到生产线，实现了原料储存、运输、使用等密闭无人化作业，减少仓储的储存空间，避免了原料在储存和运输过程中产生污染，减少了用工量	原供料方式中，领料、运输、拌料、加料、胶料粉碎等环节均通过人工方式完成，每车间供料用工数为 10 人。适用中央供料系统后，每车间供料用工数仅为 3 人。	
全自动改性造粒（生物基全降解材料）生产线	该生产线由自动吨包上料站，除湿干燥系统，计量系统，高低混合系统，挤出造粒系统，结晶系统，除尘（烟）系统和包装系统组成。采用 PLC 及 SCADA 软件对生产线进行监控，对整个生产过程进行动态管理，实现车间的无尘化和无人化。	该生产线做到了全流程、全工艺链的自动数据采集与监控。与公司原本工艺相比，单生产线所需人工节省 80%，良品率由 95%提升到 99%。	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**表 16：公司生产员工人数**

	2018	2019	2020	2021
生产人员	1365	1265	1301	1635
生产人员占比	77.34%	73.38%	71.41%	72.38%
收入（亿元）	9.48	10.20	10.26	12.34
生产人员人均创收（万元）	69.45	80.63	78.86	75.47

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

### 3.3 产能储备充足，可降解与传统制品产能可快速切换

传统塑料产品转为全降解产品成本低，产能可快速切换。根据公司招股书，公司将传统塑料制品生产线全部更新改造为全降解制品生产线，除吸塑挤出设备外，对应生产设备的通用性与兼容性较高；技术改造的门槛与难度、生产人员技能更新及培训难度低；更新改造的时间周期和改造成本较少。目前传统塑料制品产能大部分可与全降解制品产能快速切换，全降解产能储备充足。

**表 17：公司不同品类产能切换条件**

传统制品	传统产线更新为全降解产线的成本
注塑工艺传统塑料制品	将注塑工艺传统塑料制品生产线更新改造为全降解制品生产线时，若生产同类产品，则仅需对模具进行简单的改造，单注塑机费用投入约 0.6 万元，改造周期约 10 天，其它主要设备无需进行改造，生产设备可以兼容。
吸塑工艺传统塑料制品	将吸塑工艺传统塑料制品生产线更新改造为全降解制品生产线时，对于挤出设备需进行大面积改造，费用较高，其改造性价比低于直接购买适用于全降解材料的挤出设备；而对于热成型设备，若生产同类产品，无需进行改造，生产设备可以兼容。
吸管挤出工艺传统塑料制品	将吸管挤出工艺传统塑料制品生产线更新改造为全降解制品生产线时，若生产同类产品，仅需在料房加装烘料设备，成本约 2.3 万元，加装周期约 1 天，其它主要设备无需进行改造，生产设备可以兼容。

数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

**产能利用率较饱和，募投项目积极扩产。**截至 2021 年，公司合计拥有塑料制品产能 7.3 万吨，产能利用率达到 93%，产能利用率较高，产能较饱和。公司募投项目拟在潮浦厂区建设生物降解材料制品及高端塑料制品生产线，主要产品包括 2.4 万吨高端塑料制品（家居用品及餐具类）及 1.6 万吨生物降解材料（家居用品及餐具类）产能，预计 2022 年部分产线开始投产，2023-2024 年逐渐达产。达产后传统塑料制品产能较 2021 增长 33%，生物降解塑料制品产能大幅增长至约 1.8 万吨。传统塑料及可降解塑料制品产能合计增长约 55%，产能储备充足。

**表 18：公司产能梳理**

年度	项目	产能（吨）	产能利用率
2018	塑料制品	55736.4	97.0%
	生物全降解材料制品	613.6	86.9%
	纸制品及其他	660.0	76.0%
2019	塑料制品	62475.3	94.1%
	生物全降解材料制品	1101.0	82.5%
	纸制品及其他	660.0	68.1%

年度	项目	产能 (吨)	产能利用率
2020	塑料制品	69998.5	87.2%
	生物全降解材料制品	1364.4	83.5%
	纸制品及其他	1639.0	85.7%
2021	塑料制品	72645.4	93.0%

数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

表 19：公司募投项目新增产能

项目	预计投资规模 (万元)	使用募集资金数额 (万元)	新增产能
漈浦厂区生物降解材料制品及 高端塑料制品生产线建设项目	26604.0	26604.0	新增产能包括 <b>2.4万吨高端塑料制品(1.6万吨注塑类及 8000 万吨吸塑)</b> 、 <b>1.6 万吨生物降解材料制品</b> (家居用品及餐具类)
生物降解材料及制品研发中心 建设项目	10023.0	10023.0	建设研发中心大楼，包含研发办公室、检测中心、试验中心、微生物室、综合实验室、置样间、学术交流中心及配套设施等，并购置先进的研发设备和软件，引进高水平研发人才
补充流动资金	10000.0	10000.0	—
合计	46627.0	46627.00	—

数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

收购浙江家得宝，储备甘蔗渣餐具产能。2022 年 5 月公司收购浙江家得宝科技股份有限公司 75% 股权，布局甘蔗浆环保餐具品类。根据家得宝官网，家得宝环保餐具的原材料主要是甘蔗植物纤维浆，拥有 14 条现代化纸浆餐具生产线，年产量可达 8 亿片，产能规模在行业中较为领先。2021 年家得宝净利润为负，主要由于疫情导致部分生产线处于闲置状态，且原材料价格持续上升。甘蔗渣餐具制品在欧洲等严格限塑区域市场空间较大，预计收购后公司在客户资源、管理效率等方面对家得宝赋能，下游客户市场有望较快打开。

图 21：浙江家得宝主要产品



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 20：浙江家得宝损益指标

单位：万元	2019	2020	2021
营业收入	13849.36	10878.80	13404.76
毛利率	18.2%	21.1%	10.7%
净利润	77.78	174.58	-971.64
净利率	0.6%	1.6%	-7.2%

数据来源：浙江家得宝官网，公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：随着大宗原材料价格回落，及生产的规模优势显现，公司塑料制品毛利率修复，2022-2024 年分别达到 22%、22.5%、23%；

假设 2：2022-2024 年募投项目产能投放进度分别为 40%、80%、100%。

表 21：收入成本拆分

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>				
营业收入	1,234.35	1829.0	2392.3	2982.7
yoy	20.3%	48.2%	30.8%	24.7%
营业成本	1,011.98	1428.9	1854.4	2295.1
毛利率	18.0%	21.9%	22.5%	23.1%
<b>塑料制品</b>				
收入	1,067.01	1547.2	1934.0	2320.7
yoy	12.9%	45%	25%	20%
成本	881.2	1,214.5	1508.5	1798.6
毛利率	17.4%	21.5%	22.0%	22.5%
<b>完全生物降解塑料</b>				
收入	91.89	183.8	330.8	496.2
yoy	96.7%	100%	80%	50%
成本	71.2	137.8	246.4	367.2
毛利率	22.6%	25.0%	25.5%	26.0%
<b>纸制品</b>				
收入	75.46	98.1	127.5	165.8
yoy	234.9%	30%	30%	30%
成本	59.6	76.5	99.5	129.3
毛利率	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%

数据来源：Wind，西南证券



我们选取塑料包装生产商王子新材、家用刀剪品牌商张小泉、保温杯生产商哈尔斯为可比公司，可比公司 2022 年平均 PE 为 26.5 倍。考虑到公司客户壁垒较高，可降解塑料需求前景广阔，给予公司 2023 年 25 倍估值，目标价 36.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 22：可比公司估值

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
301055.SZ	张小泉	16.9	0.57	0.74	0.93	29.47	22.78	18.21
002615.SZ	哈尔斯	6.96	0.46	0.55	0.68	15.12	12.57	10.24
002735.SZ	王子新材	26.26	0.75	1.27	1.82	35.00	20.74	14.43
平均值						26.53	18.70	14.29

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

行业竞争加剧的风险；可降解塑料产品渗透率增长不及预期的风险；原材料成本大幅波动的风险；国内外疫情反复的风险；产能释放不及预期的风险。



附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1234.35	1829.05	2392.30	2982.75	净利润	71.20	127.25	181.54	234.53
营业成本	1011.98	1428.88	1854.41	2295.09	折旧与摊销	77.43	61.45	66.76	69.84
营业税金及附加	5.75	11.10	13.75	16.72	财务费用	13.37	10.15	5.45	5.53
销售费用	62.67	98.77	126.79	161.07	资产减值损失	-0.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	45.94	146.32	196.17	247.57	经营营运资本变动	-152.83	-57.95	-92.05	-92.37
财务费用	13.37	10.15	5.45	5.53	其他	99.68	-0.28	0.09	-0.03
资产减值损失	-0.65	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>108.20</b>	<b>140.62</b>	<b>161.79</b>	<b>217.50</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-165.15	-60.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	9.35	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-155.79</b>	<b>-60.00</b>	<b>-40.00</b>	<b>-40.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>57.33</b>	<b>133.82</b>	<b>195.72</b>	<b>256.77</b>	短期借款	22.79	-250.57	0.00	0.00
其他非经营损益	21.19	14.14	15.37	15.93	长期借款	41.15	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>78.52</b>	<b>147.96</b>	<b>211.10</b>	<b>272.70</b>	股权融资	828.17	0.00	0.00	0.00
所得税	7.32	20.71	29.55	38.18	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	71.20	127.25	181.54	234.53	其他	-79.42	-49.54	-5.45	-5.53
少数股东损益	0.00	3.00	5.00	6.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>812.69</b>	<b>-300.10</b>	<b>-5.45</b>	<b>-5.53</b>
归属母公司股东净利润	71.20	124.25	176.54	228.53	<b>现金流量净额</b>	<b>764.68</b>	<b>-219.48</b>	<b>116.34</b>	<b>171.97</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	854.80	635.32	751.66	923.63	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	167.97	262.94	344.68	423.97	销售收入增长率	20.28%	48.18%	30.79%	24.68%
存货	326.61	457.70	596.72	737.07	营业利润增长率	-55.07%	133.44%	46.26%	31.19%
其他流动资产	14.11	20.91	27.35	34.10	净利润增长率	-37.73%	78.72%	42.67%	29.18%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-30.46%	38.69%	30.43%	23.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	561.61	572.35	557.79	540.14	毛利率	18.02%	21.88%	22.48%	23.05%
无形资产和开发支出	69.77	61.39	53.00	44.61	三费率	9.88%	13.96%	13.73%	13.89%
其他非流动资产	70.04	66.23	62.43	58.63	净利率	5.77%	6.96%	7.59%	7.86%
<b>资产总计</b>	<b>2064.91</b>	<b>2076.84</b>	<b>2393.63</b>	<b>2762.15</b>	ROE	5.24%	8.56%	10.89%	12.33%
短期借款	250.57	0.00	0.00	0.00	ROA	3.45%	6.13%	7.58%	8.49%
应付和预收款项	275.78	452.24	580.40	707.05	ROIC	6.87%	10.87%	13.22%	15.24%
长期借款	71.80	71.80	71.80	71.80	EBITDA/销售收入	12.00%	11.23%	11.20%	11.14%
其他负债	108.94	67.05	74.13	81.47	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>707.09</b>	<b>591.09</b>	<b>726.33</b>	<b>860.32</b>	总资产周转率	0.77	0.88	1.07	1.16
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	固定资产周转率	2.63	3.57	4.40	5.56
资本公积	976.88	976.88	976.88	976.88	应收账款周转率	8.17	9.44	8.68	8.56
留存收益	261.63	385.88	562.42	790.95	存货周转率	3.56	3.64	3.51	3.44
归属母公司股东权益	1357.82	1482.75	1659.30	1887.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.36%	—	—	—
少数股东权益	0.00	3.00	8.00	14.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1357.82</b>	<b>1485.75</b>	<b>1667.30</b>	<b>1901.82</b>	资产负债率	34.24%	28.46%	30.34%	31.15%
负债和股东权益合计	2064.91	2076.84	2393.63	2762.15	带息债务/总负债	45.59%	12.15%	9.89%	8.35%
					流动比率	2.30	2.89	2.81	2.84
					速动比率	1.75	1.93	1.84	1.85
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.59	1.04	1.47	1.90
					每股净资产	11.32	12.36	13.83	15.73
					每股经营现金	0.90	1.17	1.35	1.81
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	148.12	205.42	267.93	332.15					
PE	43.58	24.98	17.58	13.58					
PB	2.29	2.09	1.87	1.64					
PS	2.51	1.70	1.30	1.04					
EV/EBITDA	17.41	12.21	8.93	6.68					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn